

Rynki finansowe



**Andrzej Sławiński
Anna Chmielewska**

Zrozumieć rynki finansowe



Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne



Część I.

Instytucje, rynki i instrumenty finansowe

- Rozdział 1. Konsekwencje informacyjnej efektywności rynków finansowych
- Rozdział 2. Instytucje finansowe
- Rozdział 3. Rynki finansowe
- Rozdział 4. Zarządzanie portfelem aktywów
- Rozdział 5. Zabezpieczanie się przed ryzykiem
- Rozdział 6. Źródła kryzysów finansowych
- Rozdział 7. Zarządzanie ryzykiem na poziomie *mikro* i *makro*



Część II.

Przykłady praktycznego stosowania instrumentów finansowych

- Rozdział 8. Transakcje terminowe
- Rozdział 9. Zarządzanie portfelem akcji
- Rozdział 10. Transakcje FRA i IRS
- Rozdział 11. Transakcje CIRS
- Rozdział 12. Transakcje *repo* i *fx swap*
- Rozdział 13. Opcje – polisy ubezpieczeniowe na rynkach finansowych
- Rozdział 14. Kontrakty *futures* na indeks giełdowy



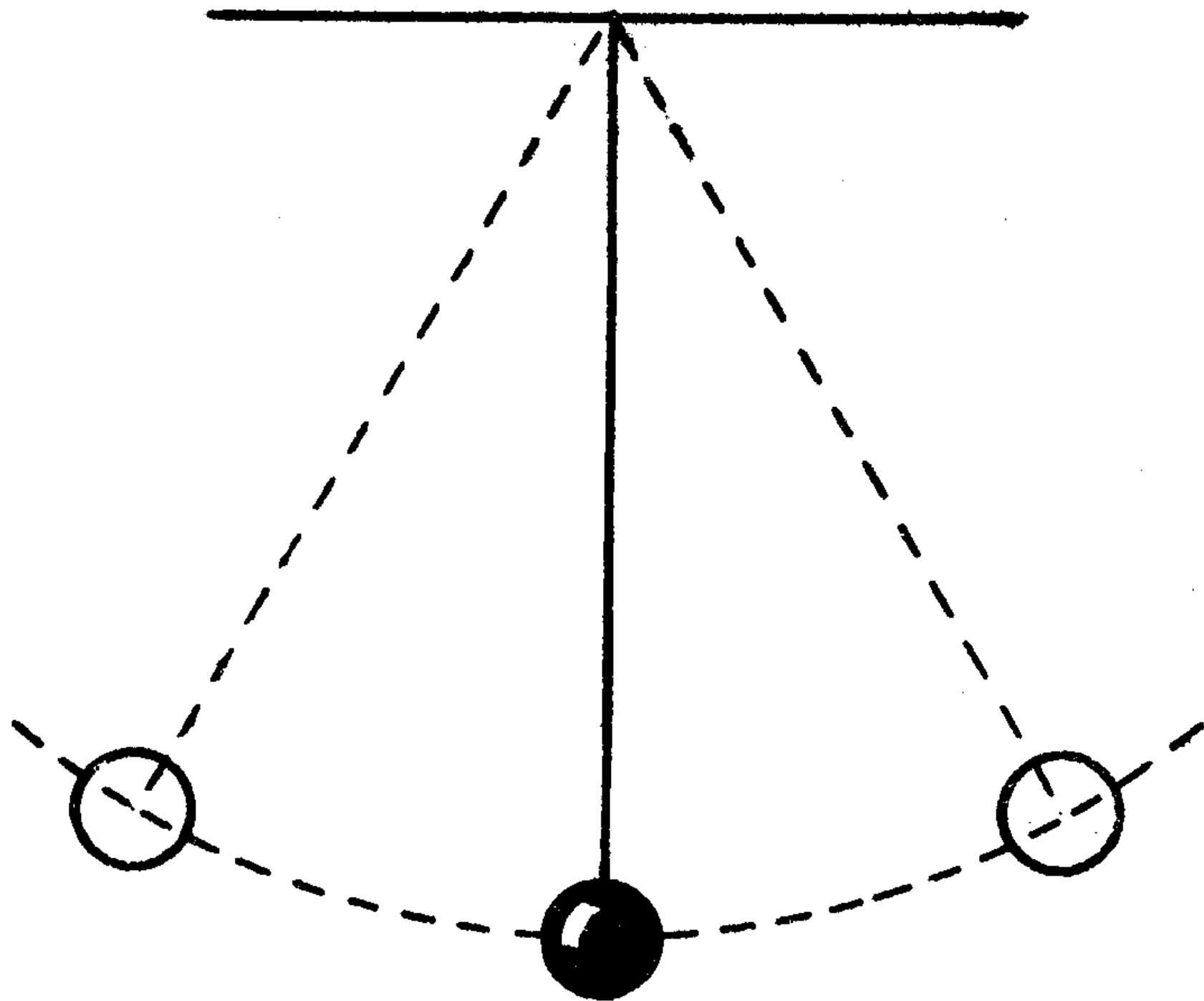
Wykład 1

Hipoteza informacyjnej efektywności rynków finansowych

**Jakie transakcje
dominują na
rynkach finansowych?**



**Jaki charakter ma
dominująca na rynkach
spekulacja?**



**Co odzwierciedlają ceny
instrumentów finansowych?**



**Co wiemy o przyszłości?
Czy istnieje w pełni obiektywna
fundamentalna wartość akcji?**



**Jak inwestorzy wybierają
poziom ceny równowagi?**



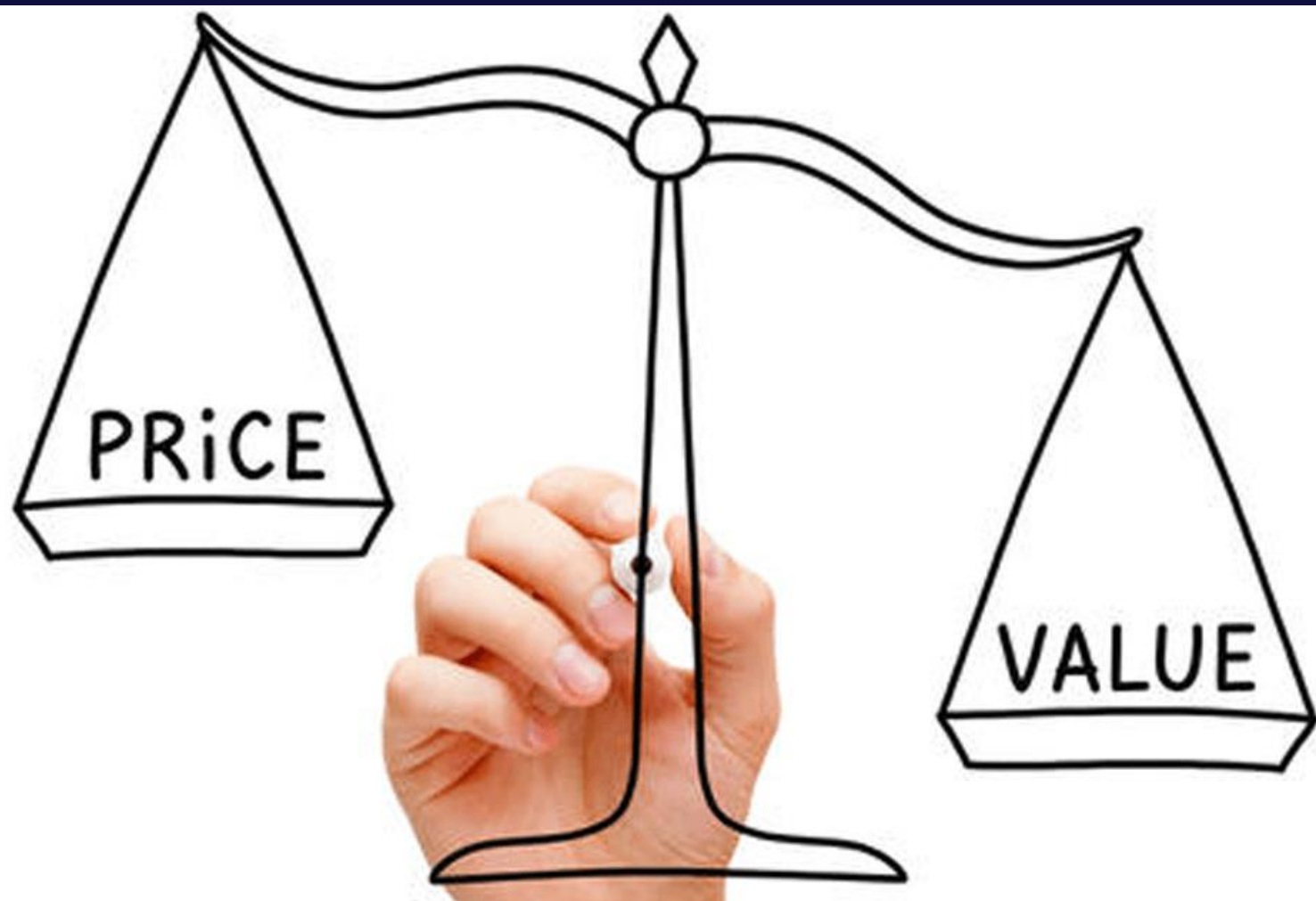


Skąd bierze się nazwa

***hipoteza informacyjnej
efektywności
rynków finansowych ?***



**Co stwarza szanse
na osiągnięcie zysku?**



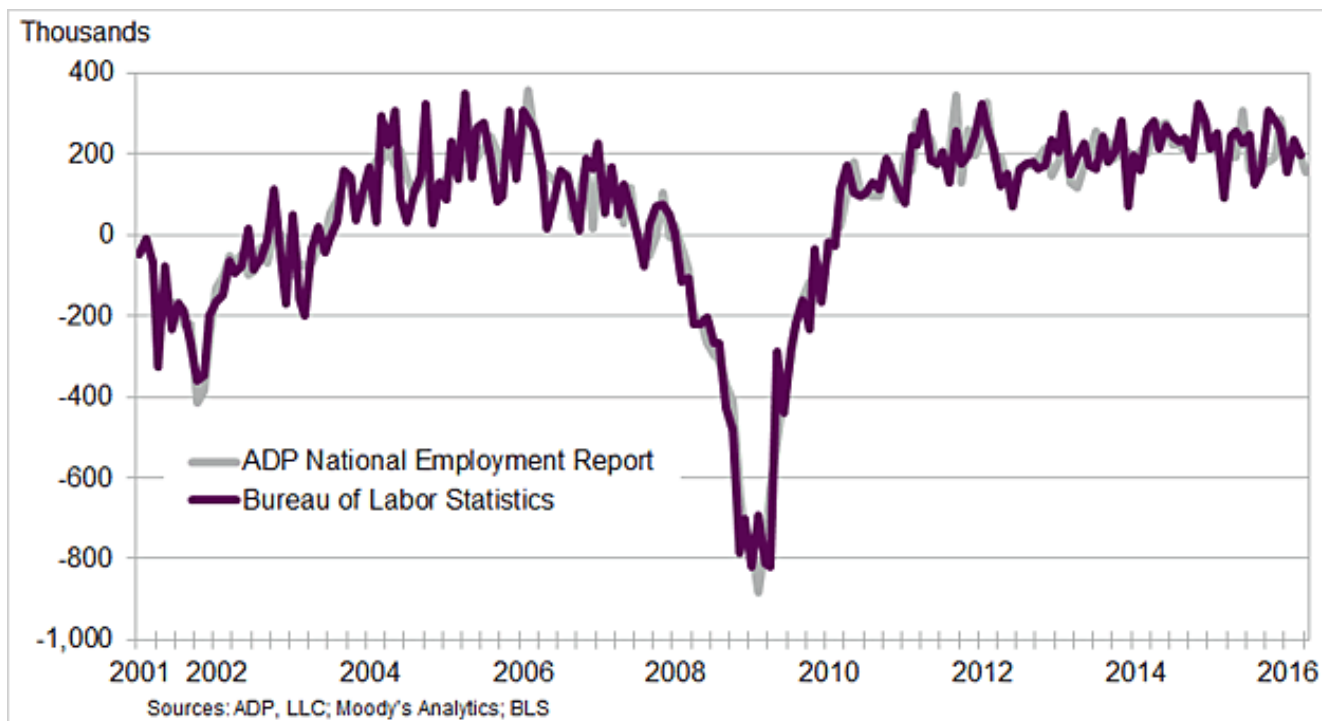
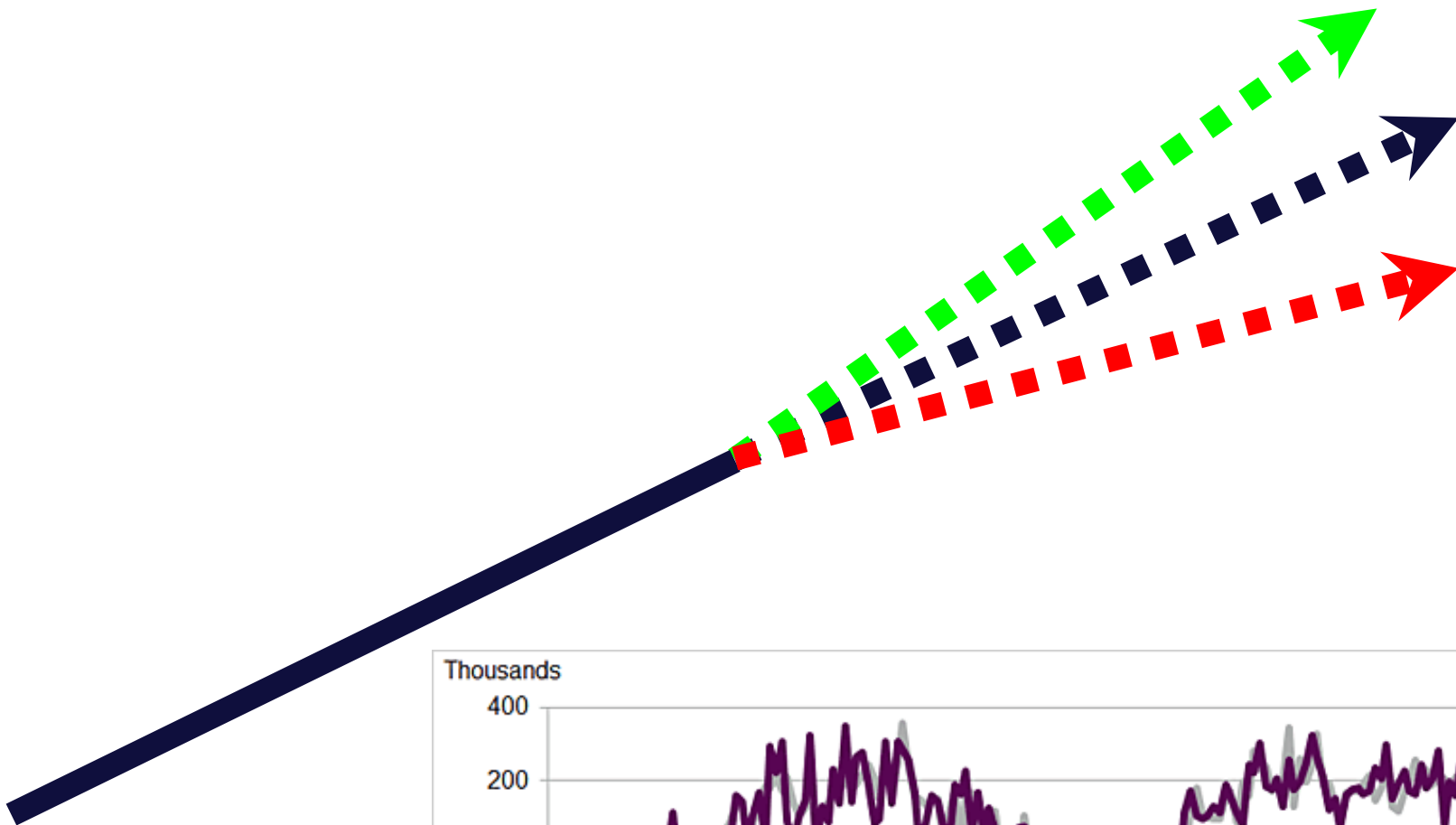
**Czy łatwo jest
identyfikować spółki,
których ceny są
niedoszacowane/przeszacowane,
ponieważ ich wyniki będą
lepsze/gorsze niż jest to
zdyskontowane
w aktualnej cenie ?**





**Co powoduje zmiany cen
na rynkach finansowych?**

- Skoro ceny na rynkach finansowych odzwierciedlają aktualny stan oczekiwań dotyczących wszystkich czynników, które wpływają i będą wpływać na cenę określonego instrumentu/aktywu finansowego, to...
- zmiana ceny może nastąpić tylko w wyniku ukształtowania się określonych zmiennych w sposób nieoczekiwany; odbiegający od konsensusu wcześniejszych prognoz.



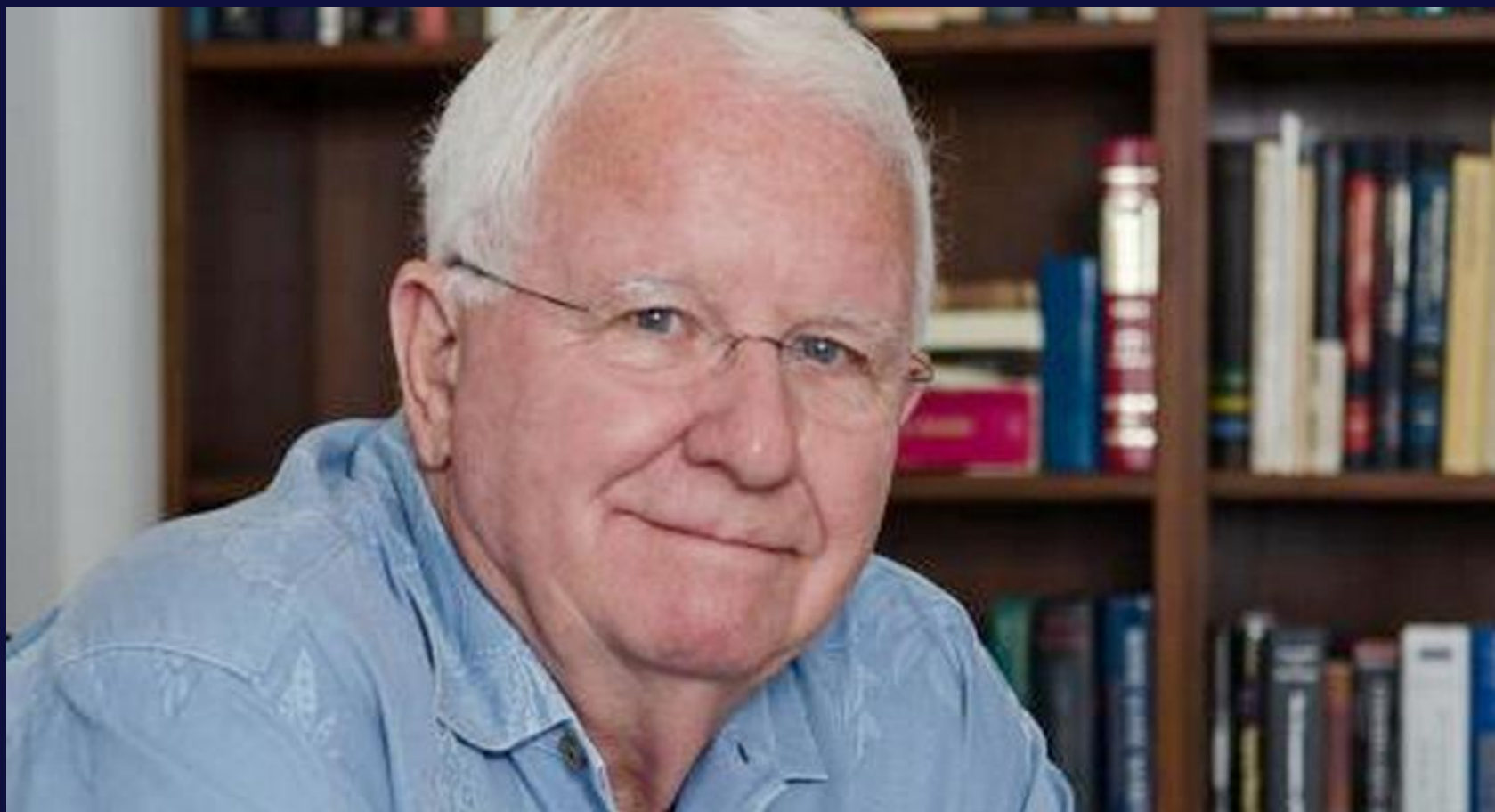
- Hipoteza informacyjnej efektywności rynków finansowych mówi, że ceny zmieniają się pod wpływem nowych informacji.
- W teorii finansów NOWA INFORMACJA = różniaca się od wcześniejszych oczekiwań lub prognoz = INNA NIŻ OCZEKIWANA
- Nowe informacje (w tym rozumieniu) pojawiają się losowo

**Czy istnieją
anomalie cenowe,
na które można liczyć?**



- „Anomalies are statistical fallacies. The one that gives me problems is momentum. The phenomenon should not be there” (Eugene Fama).

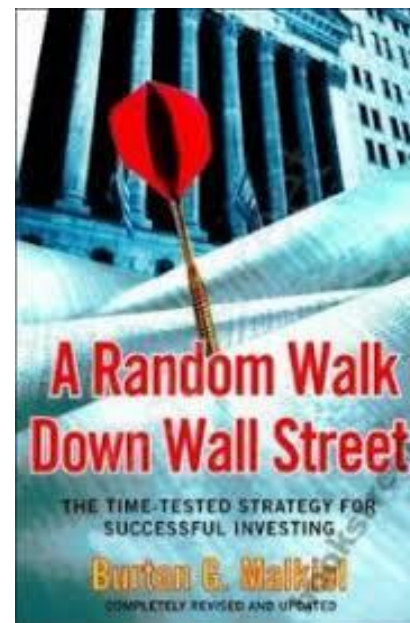
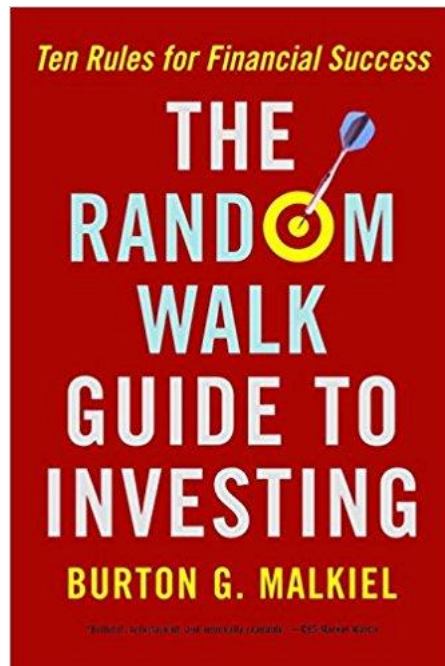
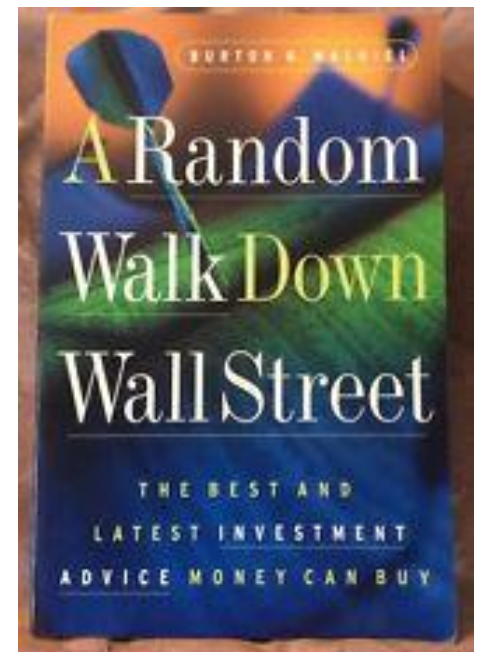
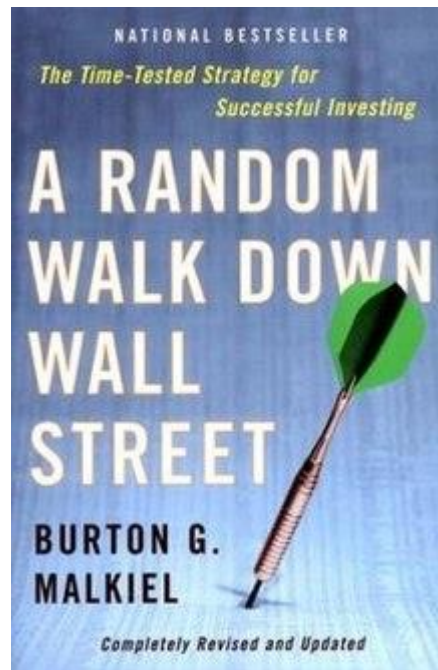
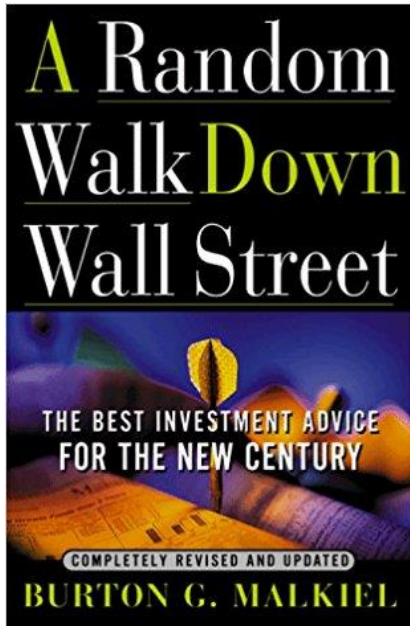
- Wykresy z danych z generatorów liczb losowych układają się we wszystkie formacje analizy technicznej?



**Jeśli nie jest łatwo
identyfikować ceny
przeszacowane/niedoszacowane
to do czego jest podobny
arbitraż cenowy?**



**Dlaczego na okładkach
kolejnych wydań książki
Burtona Malkiela
pojawia się lotka?**



**Na ile uzasadnione
jest stwierdzenia,
że na giełdzie nie gra się,
lecz inwestuje?**



**Jest sporo literatury
wykazującej, że rynki
nie są efektywne.
Czy oznacza to możliwość
przewidywania zmian cen?**



**Czy nieefektywność rynków
finansowych – w tym sensie,
że zmiany cen zachodzą
nie tylko pod wpływem
czynników fundamentalnych –
stwarza szansę na
przewidywalność cen?**

- „Można wysłać człowieka na Księżyc. Nie można wiedzieć, czy jutro indeks wzrośnie czy spadnie” (*Nassim Taleb*)

**Jakie korzyści przynosi
masowy arbitraż cenowy?**

**Czy to prawda, że dzięki
mniejszej efektywności
naszego rynku kapitałowego
fundusze inwestycyjne
częściej osiągają dla nas
ponadprzeciętne
stopy zwrotu?**

Panel A: By country of domicile

	Funds with holdings		Explicitly indexed funds		Active funds		Market share (% TNA)		
	Number	TNA (\$ billion)	Number	TNA (\$ billion)	Number	TNA (\$ billion)	Explicit indexing	Closet indexing	Truly active
Netherlands	75	33.6	3	0.3	72	33.3	1	21	78
Norway	117	41.4	8	2.6	109	38.8	6	26	68
Poland	46	8.4	0	0.0	46	8.4	0	58	42
Portugal	53	2.0	1	0.0	52	2.0	0	39	61
Spain	267	13.1	27	1.2	240	11.9	9	42	49
Sweden	266	113.5	36	11.7	230	101.8	10	56	34
Switzerland	220	69.7	45	40.6	175	29.1	58	24	18
United Kingdom	975	504.1	46	45.6	929	458.5	9	32	59
United States	3,153	5,150.3	547	1,393.2	2,606	3,757.1	27	15	58

M. Cremers, M. A. Ferreira, P. Matos, L. Starks (2016). Indexing and Active Fund Management, Journal of Financial Economics, vol. 123, no.3



**W jakim stopniu rynki są
informacyjnie efektywne?**

- Słaba efektywność = analiza historycznych trendów cenowych/analiza techniczna nie umożliwia prognozowania cen/kursów (Świat nie jest ergodyczny – bieg zdarzeń nie jest tak powtarzalny jak na filmie „Dzień Świstaka”)
- Średnia efektywność rynku = analiza techniczna i analiza fundamentalna nie umożliwiają prognozowania cen/kursów
- Silna efektywność = prognozowanie cen/kursów jest niemożliwe także przy wykorzystaniu informacji poufnych/nieznanych innym inwestorom (*insider trading*).

- Silna efektywność rynków finansowych jest przeniesieniem hipotezy racjonalnych oczekiwań na grunt rynków finansowych.
- W rzeczywistości wykorzystywanie informacji poufnych (które nie są upubliczniane), może przynosić zyski, ale m.in. dlatego *insider trading* jest **poważnym przestępstwem kryminalnym.**

BLACK EDGE



*Inside Information, Dirty Money,
and the Quest to Bring Down
the Most Wanted Man on Wall Street*

SHEELAH KOLHATKAR

BLACK
EDGE

SHEELAH
KOLHATKAR

Najbardziej charakterystyczne cechy rynków finansowych

Informacyjna efektywność
rynków finansowych

Masowy arbitraż cenowy
obliczony na powrót cen
aktywów do poziomów
odzwierciedlających ich
fundamentalną wartość

Optymalną relację stopy
zwrotu do ryzyka oferuje
portfel rynkowy

 Niewielka skala i trudności
identyfikowania występujących
na rynku anomalii cenowych

Niemożliwość systematycznego
osiągania zysków z arbitrażu cenowego
(aktywnego zarządzania portfelem)

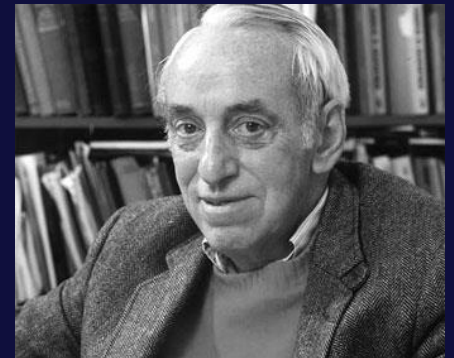
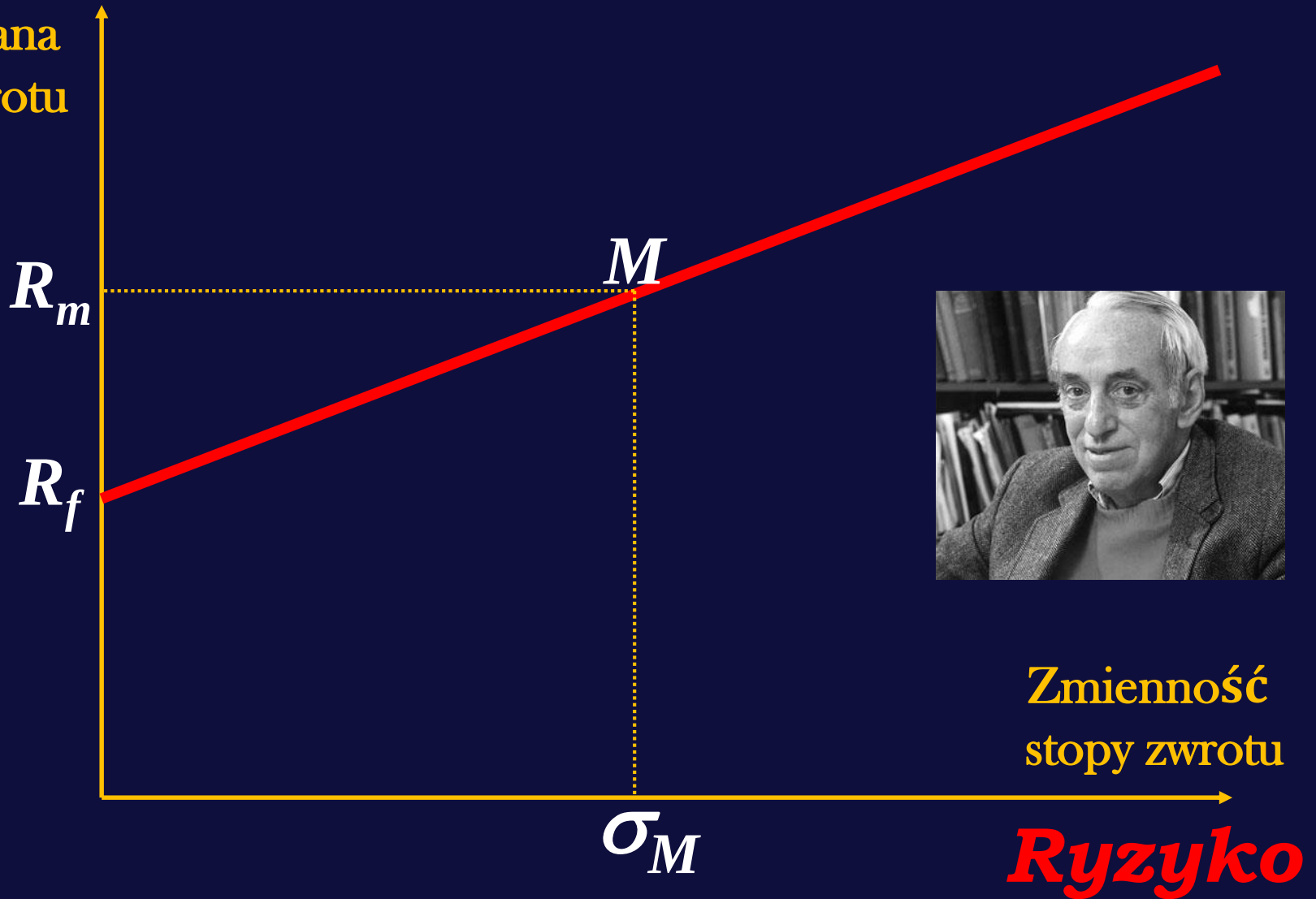
Racjonalność inwestowania w
pasywnie zarządzane fundusze
indeksowe (zwłaszcza
oszczędności emerytalnych)

Stopa zwrotu = premia za ryzyko;
ściśła zależność zysku od wielkości
podejmowanego ryzyka

Konieczność zarządzania
ryzykiem w instytucjach
finansowych i nadzoru nad nimi

Linia rynku kapitałowego

Oczekiwana
stopa zwrotu



FOREWORD BY BURTON MALKIEL



The
INDEX REVOLUTION

WHY INVESTORS SHOULD JOIN IT NOW

CHARLES D. ELLIS

WILEY



- Frequent trading is subsidizing your broker
(*Burton Malkiel*)

Economies of scale **could have been passed to customers, but they have been** entirely captured by the asset managers

	1980	2010	
Equity mutual funds	\$26 billion	3,5 trillion	135 times
Total expenses paid to managers	\$170 million	\$ 24 billion	141 times

The amount of underperformance **is well** approximated by the difference in the fees **charges by the index and active managed funds.**

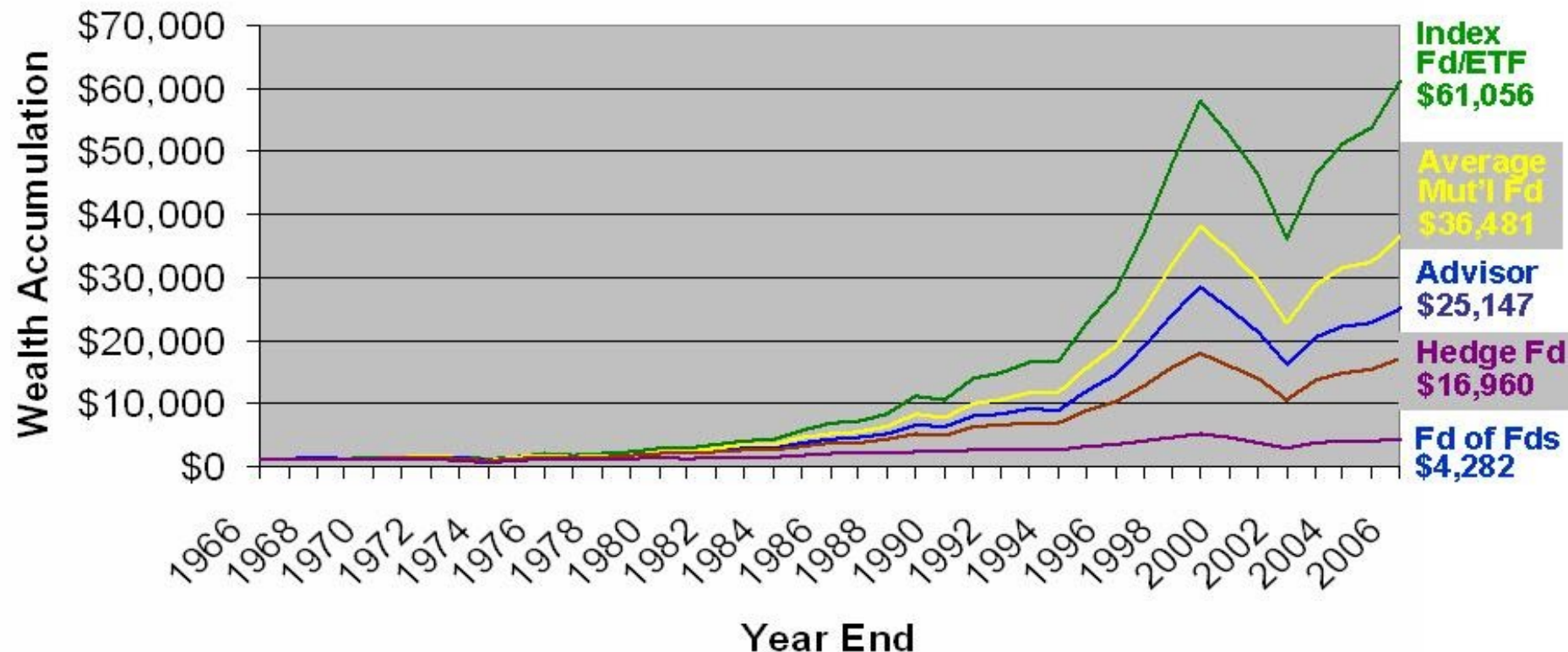
Burton G. Malkiel (2013) “Asset Management Fees and the Growth of Finance” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 27, No. 2, pp. 97-108



- „A low-cost investing is the most sensible equity investment for the great majority of investors” (Warren Buffet)

Wpływ opłat za zarządzanie na wielkość oszczędności emerytalnych

Wealth Accumulation: Index Fund or ETF vs. Average Mutual Fund, Advisor, or Hedge Fund



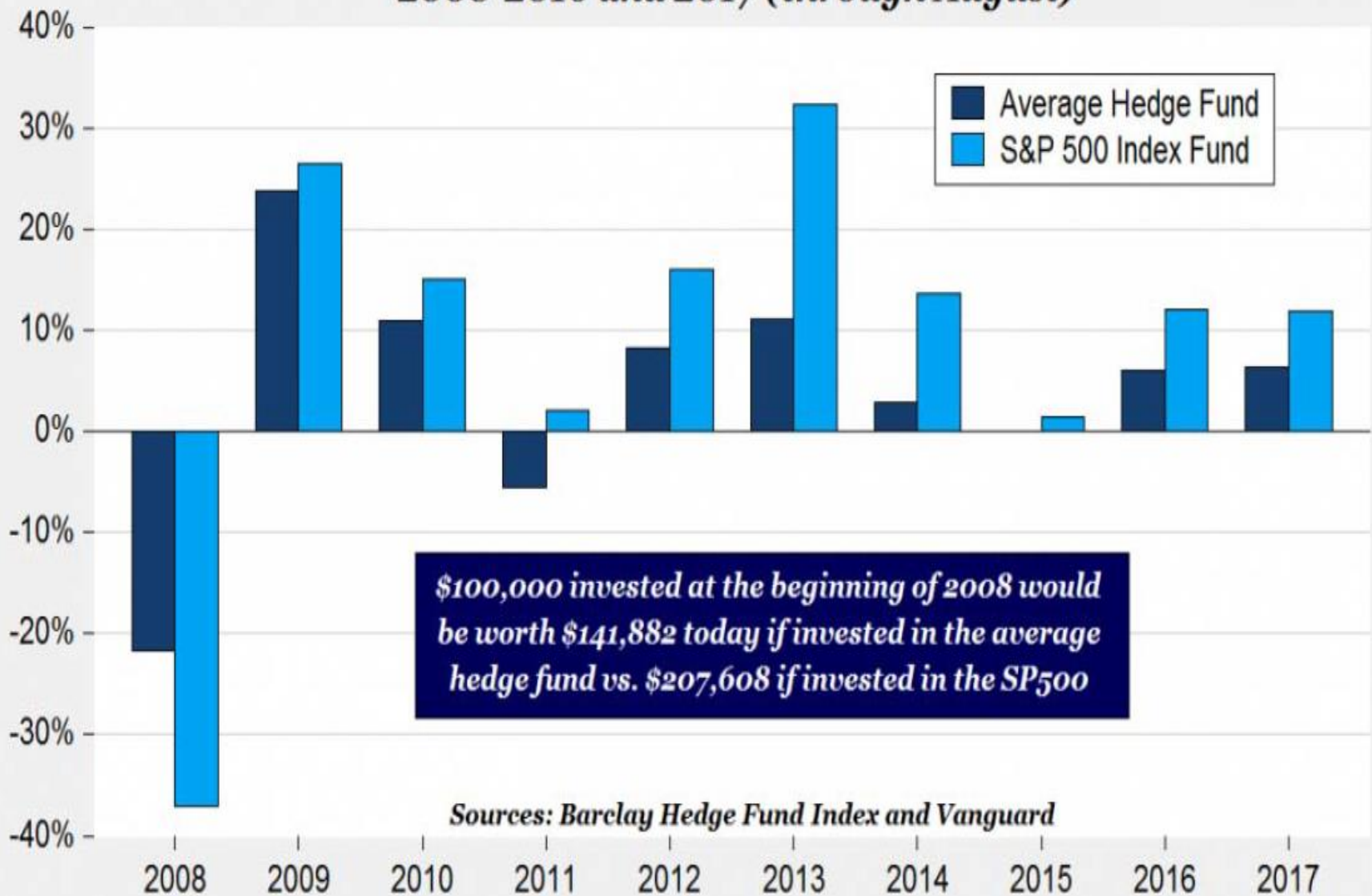
— Index Fund or ETF — Mutual Fund — Advisor — Hedge Fund — Fund-of-Funds

Assumptions: Index Fund/ETF fee 0.1%; Average Mutual Fund fee 1.5%; Advisor fee (including recommended investment vehicles & commissions) 2.5%; Hedge Fund fees 1.5% plus 20% of annual return above high-water mark; Fund of Funds fees 1.5% plus 10% of annual return above high-water mark in addition to Hedge Fund fees.

Before-fee returns are S&P 500 annual returns 1967-2006. Initial investment: \$1,000.

- Warren: I publicly offered a wager \$ 500,000 a set of at least five hedge funds that would over an extended period match the performance of an unmanaged S&P-500 index fund charging only token fees. What followed was the sound of silence.
- Though there were thousands of professional investment managers who have amassed staggering fortunes by touting their stock-selecting prowess (ability), only one man – Ted Seides – stepped up my challenge. Ted picked five funds-of-funds whose results were to be averaged and compared against my Vanguard S&P index fund.

Average Annual Hedge Fund Returns vs. S&P 500 Index Returns 2008-2016 and 2017 (through August)





“The investing world is just a morass of

- wrong incentives,
- crazy reporting
- and, I’d say, a fair amount of delusion”

(Charlie Munger).

www.spindices.com

Wykład 1

Dodatek:

Czy gra na forexie ma
jakikolwiek sens?

Trading in foreign exchange (forex)

Key messages

- *Do your homework: check if the firm is authorised.*
- *Don't use money you can't afford to lose; you could lose more than your initial investment.*
- *Be aware that some product or service offerings could be misleading.*
- *Know the risks involved.*

**Czy można prognozować
kursy walut?**

Federal Reserve Bank of Cleveland

On the Rotation of the Earth, Drunken Sailors, and Exchange Rate Policy

by Owen F. Humpage



**Jak traktować wypowiedzi
ekonomistów mówiących,
jaki ukształtuje się
przyszły poziom kursu?**

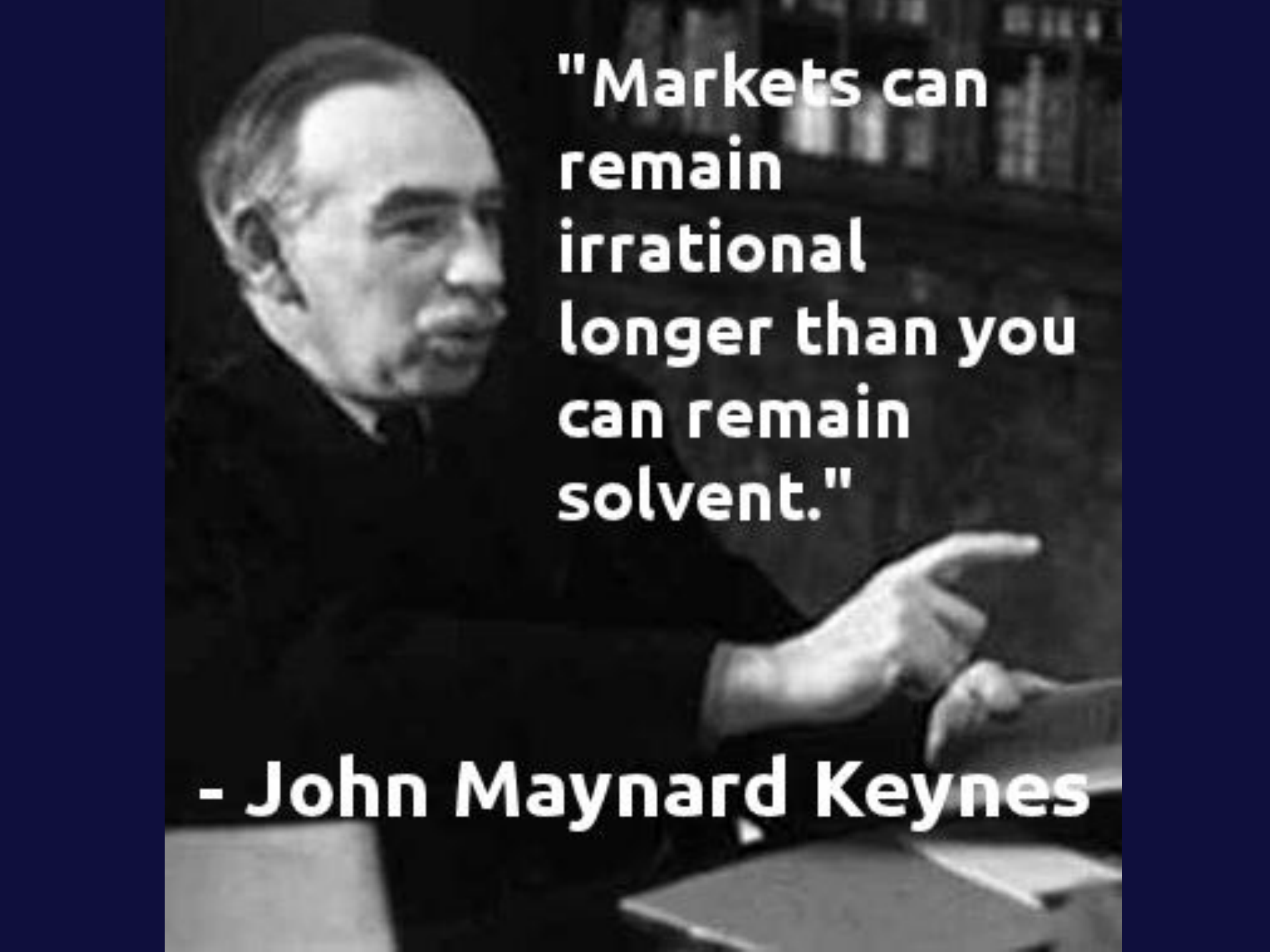
Jeśli, to.....



**Jak przeprowadza transakcje
diler na rynku walutowym?**



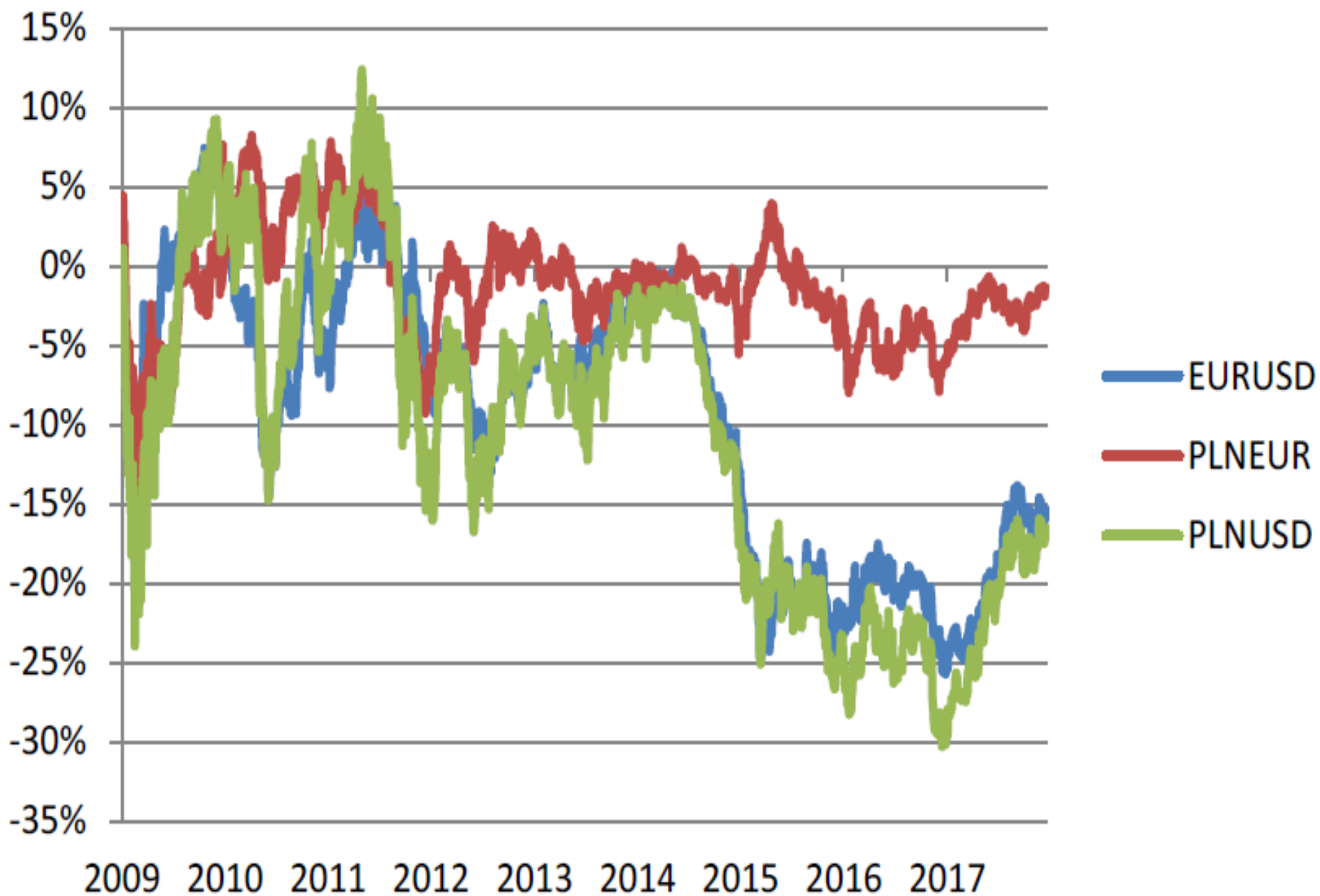
**Dlaczego nie ma odwołań
od stop-lossów?**

A black and white photograph of John Maynard Keynes. He is shown from the chest up, turned slightly to his right, pointing his right index finger towards the right side of the frame. He has a serious expression and is wearing a dark jacket. The background is dark and out of focus, suggesting a library or study with bookshelves.

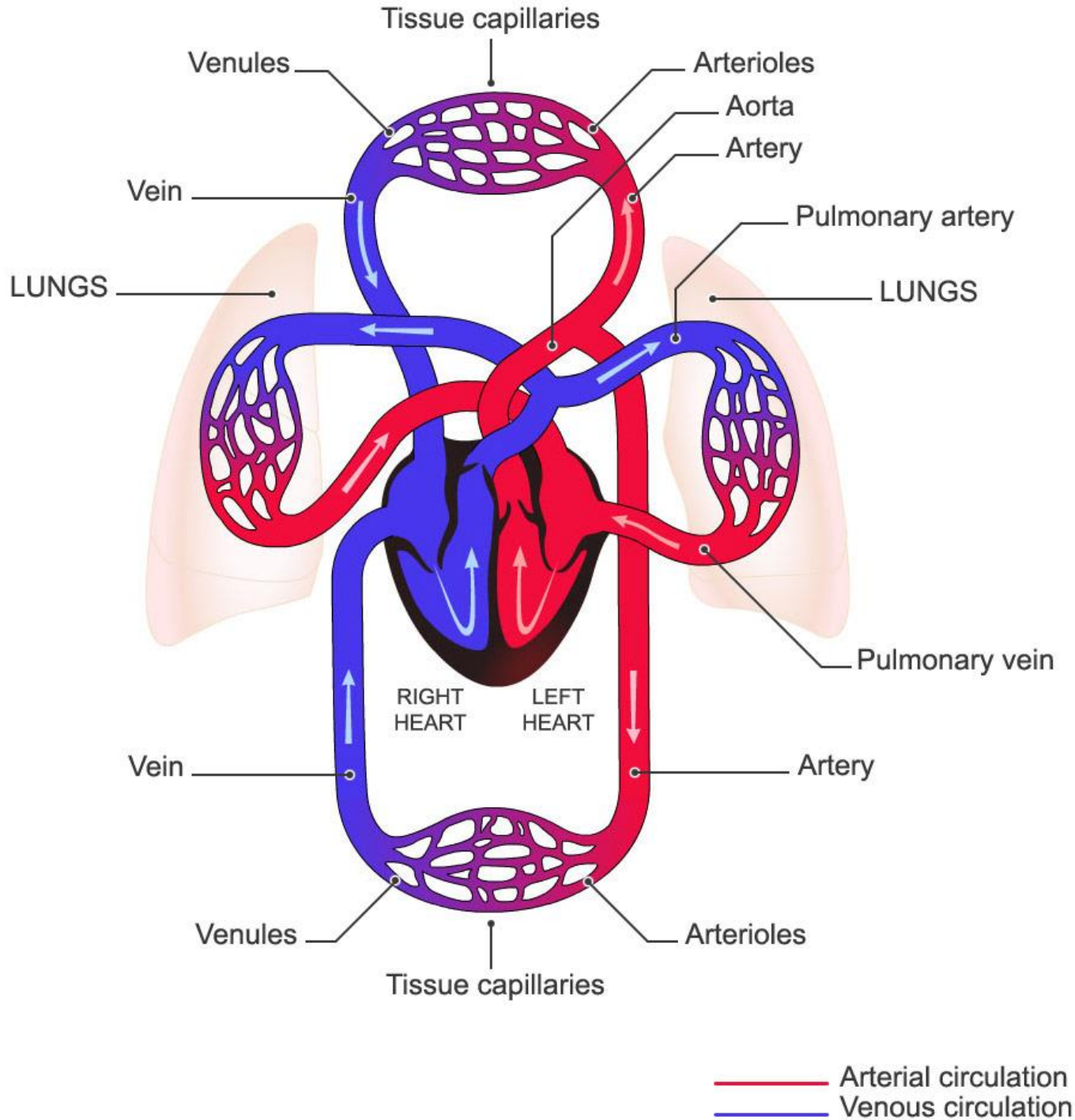
**"Markets can
remain
irrational
longer than you
can remain
solvent."**

- John Maynard Keynes

**Co trzeba robić,
by mieć w miarę
wysoką stopę zwrotu
przy małej zmienności ceny?**



**Co powoduje,
że najlepsi dilerzy
miewają 51% „trafień”?**



Robert Freeman, head of arbitrage at Goldman Sachs:

“When I was younger, I loved to go to Las Vegas to gamble. But now it is not a fun anymore. I guess I’ve been in this business too long. **I am used to having an Edge**”

**Dlaczego zyski wykazują
dealing-roomy wielkich
konglomeratów finansowych?**

- „Wall Street’s edge is **knowledge**. The large diverse groups of businesses such as consumer credit and insurance know more than any other institutions and organizations about the economy.
- Through their asset management and retail investors arms they **can sense the mood of savers before it translates into marketplace action.**
- Through their broker-dealer businesses they have their fingers on the pulse of market movements as they happen, tracking prices formations and **customers flows**.
- Through their corporate advisory departments they **can learn** of strategic **changes in the way the business world is thinking.**
- **are able to anticipate significant changes** in the real economy.
- **Integration** as practiced by the world’s big investment banks is what converts **knowledge** into **The Edge”**

**Czym jest „inwestowanie”
na forexie?**

- PAP Biznes. W pierwszej połowie 2017 r. 74,2 proc. inwestorów **na rynku forex** poniosło stratę.
- W całym 2016 r. stratę poniosło 79,3 proc. klientów domów maklerskich inwestujących na rynku forex, zaś średni wynik wyniósł -10.060 zł.
- "Z danych UKNF wynika, że w I połowie 2017 r. zdecydowaną większość inwestorów dokonujących transakcji na rynku forex stanowili **klienci detaliczni z 99,89 proc.**
- Łączny zysk w I półroczu 2017 r. wyniósł 124,4 mln zł
- Strata klientów w I połowie tego roku wyniosła 327,4 mln zł.



„A detailed new study of the currency-trading record of John Maynard Keynes might make today's overconfident currency speculators think twice. While Keynes was one of the most famous economists in history, and his stock-picking record as an asset manager was outstanding, a forensic analysis of his personal currency trades found that his record was pedestrian by comparison”.

„If someone as economically literate and well-connected as Keynes found it difficult to time currencies, then the rest of us should think twice before believing we can do any better”.

David Chambers